

VU Research Portal

Besmettingsgevaar blijft bepalend in banken- en eurocrisis

den Butter, F.A.G.

published in
SMO 45 jaar
2013

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

den Butter, F. A. G. (2013). Besmettingsgevaar blijft bepalend in banken- en eurocrisis. In *SMO 45 jaar* (pp. 81-87). SMO.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

Besmettingsgevaar blijft bepalend in banken- en eurocrisis

Frank A.G. den Butter, Hoogleraar Algemene Economie Vrije Universiteit, Amsterdam.

1 Inleiding

In de afgelopen periode is het beleid van monetaire autoriteiten en nationale overheden er op gericht geweest de besmetting in de financiële wereld en in euroland zoveel mogelijk te vermijden. Het besmettingsgevaar blijft echter bestaan. De pogingen om dit gevaar in te dammen hebben ertoe bijgedragen dat de economische groei is afgeremd en in een aantal landen zelfs is omgeslagen in een economische krimp. In die zin is de analyse in het SMO-boek 'De Grote Besmetting' uit augustus 2011 nog steeds relevant (Den Butter, 2011).

In dit tijdperk van globalisering worden productieketens steeds verder opgesplitst: onderdelen worden daar geproduceerd en diensten worden daar geleverd waar dat het goedkoopst is. Deze wereldwijde fragmentatie van de productie en specialisatie levert flink wat welvaartswinst op. Het doet de handel toenemen. De keerzijde is dat ook de productiesystemen en de financiële markten wereldwijd meer en meer vervlochten en verstrengeld raken. Dit maakt de wereld steeds complexer. Een toename van het besmettingsgevaar is dan onvermijdelijk.

De hoofdboodschap van 'De Grote Besmetting' is dat deze complexiteit en dit besmettingsgevaar een beter inzicht in de macro-economie van de banken- en eurocrisis vragen. Het toezicht op de banken was de afgelopen decennia te veel gericht op individueel gedrag van de banken. De bankencrisis is echter een systeemcrisis die nieuwe vormen van toezicht op macroniveau, het macroprudentieel toezicht, vereist. Bij de schulden- en eurocrisis gaat het erom het monetaire beleid beter af te stemmen op de onderlinge verwevenheid en te coördineren met het begrotingsbeleid en het arbeidsmarktbeleid. In beide gevallen betekent de toegenomen complexiteit dat de beslissing van één afzonderlijke (systeem)bank, of één afzonderlijk (euro)land, steeds grote repercussies heeft op andere banken of (euro)landen. Dat zijn de externe effecten van die beslissingen waarmee in het toezicht en de beleidscoördinatie rekening moet worden gehouden. Indien een bank of euroland, door onverstandig beleid of door een externe schok, negatief wordt getroffen, heeft dat kwalijke gevolgen voor het hele financiële systeem, dan wel voor het hele eurogebied. Dat is besmetting. Naarmate de verstrengeling groter is, neemt ook het besmettingsgevaar toe.

Economische wetenschappers zijn niet in augustus 2011 gestopt om over deze problemen na te denken. Integendeel, de internationale literatuur over besmetting, complexiteit en de daarmee samenhangende externe effecten en mogelijke beleidsrecepten, is sindsdien als

kool gegroeid. In de banken- en eurocrisis hebben zich na augustus 2011 bovendien nieuwe ontwikkelingen voorgedaan. Een belangrijke gebeurtenis was de nationalisatie van SNS per 1 februari 2013. Daarnaast is veel gedelibereerd over de Griekse schulden crisis. Vanuit dat perspectief biedt deze bijdrage een actualisering van 'De Grote Besmetting'. In de volgende paragraaf bespreek ik daartoe eerst recente literatuur op het gebied van de besmetting. In paragraaf 3 ga ik in op ontwikkelingen bij de banken. Vervolgens komt in paragraaf 4 het aspect van de moraliteit aan de orde. Zowel in de populaire pers als bij de toezichthouders is veel aandacht voor de motieven waarop individuele topbankiers in hun beslissingen het eigen belang, het belang van de banken en het publiek belang tegen elkaar afwegen. Paragraaf 5 bevat een overzicht van ontwikkelingen en beleidsopties bij de eurocrisis. In paragraaf 6 besluit ik met enkele gedachten over de toekomst.

2 Besmetting

Uit het overzichtsartikel van Forbes (2012) over besmetting blijkt dat de definitie van besmetting tegenwoordig veel nuances kent en dat er verschillende kanalen zijn waarlangs de besmetting kan plaatsvinden. Zelf kiest Forbes voor een eenvoudige definitie: besmetting betekent dat een grote negatieve schok in de ene financiële instelling, of in het ene land, zich snel uitbreidt naar de andere financiële instellingen of andere landen. Aan de basis van zo'n besmetting ligt de grote verstrengeling ('interdependence') van financiële instellingen of landen, die blijkt uit hoge correlaties in de markten van dergelijke instellingen of landen. Deze correlaties geven aan in hoeverre er de mogelijkheid tot besmetting is, of – in statistische zin – hoe groot de kans is op besmetting bij een negatieve schok.

Een belangrijke nuancering in de omschrijving van besmetting betreft de omvang van de negatieve schok. Het idee is dat besmetting alleen optreedt bij 'grote' schokken, dus wanneer er een zekere drempelwaarde is gepasseerd. Dit aspect is vervat in een definitie die de Wereldbank indertijd heeft gegeven: "contagion occurs when cross country correlations increase during crisis times relative to correlations during tranquil times" (Den Butter, 2011: 32). Deze omschrijving van besmetting laat zien dat zo'n negatieve schok die tot een crisis leidt, een zichzelf versterkend effect heeft. De correlaties die bepalend zijn voor de mate van verstrengeling, nemen toe bij de doorwerking van de schok. Dit mechanisme wordt ook wel gemodelleerd als de overgang van het ene naar het andere evenwicht: van een 'goed' naar een 'slecht' evenwicht.

Dit onderscheid tussen normale tijden en crisistijden, ofwel tussen een gewone negatieve schok en een uitzonderlijk grote negatieve schok, heeft belangrijke consequenties voor het beleid (Forbes, 2012: 5). Zo moet – wanneer het over landen gaat – er een verschil worden gemaakt tussen de afhankelijkheden tussen landen die altijd al bestaan, de normale 'interdependencies' en de afhankelijkheden die alleen bestaan nadat de schok is

opgetreden. Wanneer in het eerste geval een crisis in een land zich voortplant naar andere landen, bijvoorbeeld via bestaande handelskanalen, is het niet zinvol de besmetting te bestrijden door liquiditeiten of andere vormen van financiële ondersteuning te verschaffen. Dit kan dan juist vertragend werken op de noodzakelijke structurele aanpassingen. Wanneer, in het tweede geval, de besmetting echter heeft plaatsgevonden via kanalen die slechts kort na de schok zijn ontstaan, kan een beleid van liquiditeitsvoorziening of een andere vorm van financiële ondersteuning de economische verhoudingen juist stabiliseren. Dan wordt een onnodig en pijnlijk aanpassingsproces vermeden.

Kanalen van besmetting

Forbes (2012) noemt vier kanalen waarlangs besmetting kan optreden. In de eerste plaats kan dat via *de handel* gebeuren. Een crisis en vraaguitval in het ene land kan ook in een ander land, waarmee veel wordt gehandeld, leiden tot vraaguitval en daarmee tot crisis. Zo verspreidt de crisis zich als een olievlek. Uit berekeningen van de handelsintensiteit, gemeten als de som van de in- en uitvoer gedeeld door het bruto nationaal product (BNP), blijkt dat de onderlinge verstrengeling van landen via handelskanalen in de wereld vanaf 1990 sterk is toegenomen.

Een tweede bron van besmetting vormt de *onderlinge verknoping van banken en andere financiële instellingen*. Wanneer een bepaald land getroffen wordt door een negatieve schok, kan dit betekenen dat ook in andere landen minder krediet wordt verleend. Dit kanaal wordt belangrijker naarmate de financiële instellingen en markten internationaal meer met elkaar verbonden zijn en vooral ook naarmate de banken voor hun bedrijfsvoering gebruik maken van een grotere hefboom. Uit berekeningen van de relatieve omvang van de financiële sector en van de omvang van de hefboom blijkt dat ook hier, in het eurogebied en in andere ontwikkelde landen, de onderlinge verknoping sinds het midden en einde van de jaren 1990 sterk is toegenomen.

Een derde kanaal van besmetting verloopt via *de beleggers van kapitaal*. Hier kan een negatieve schok een verlies aan vermogen van beleggers in één land betekenen, wat een weerslag krijgt in de waarde van de beleggingen in andere landen. Internationale beleggingsportefeuilles zijn het afgelopen decennium sterk in omvang toegenomen. Daarbij zijn de ontvangen kapitaalstromen in het eurogebied al sinds het midden van de jaren 1990 sterk gestegen (maar zijn deze beleggingen na de kredietcrisis overal sterk afgenomen).

Het vierde kanaal van besmetting is een *plotselinge herwaardering van de fundamentele ontwikkeling* in een bepaald land of groep van landen (een 'wake-up call'). Zo'n herwaardering, op basis van nieuwe informatie – denk aan het geknoei met statistieken in Griekenland – of op basis van nieuwe economische inzichten – het besef dat obligaties in euro's niet allemaal even veilig zijn –, kan aanleiding zijn om het risicoprofiel van andere landen ook bij te stellen.

Forbes (2012) toont met een regressieanalyse aan dat ieder van deze vier onderscheiden kanalen van besmetting heeft bijgedragen tot het ontstaan van crisissituaties. Daarbij blijkt de rol van de hefboomwerking prominent. Ook laten de regressieresultaten zien dat de mate waarin de vier verschillende kanalen bijdragen tot crisissituaties in de eurolanden niet anders is dan in de andere ontwikkelde landen.

Goodhart (2011) voegt als bron van besmetting in het eurogebied toe het feit dat de landen met een betalingsbalansoverschot, zoals Nederland en Duitsland, hebben geïnvesteerd in landen met een betalingsbalanstekort, zonder dat evenwichtsmechanismen tot een afname van die overschotten en tekorten hebben geleid. Met behulp van een zogenaamd dynamisch stochastisch algemeen evenwichtsmodel (DSGE-model) laten Ozkan en Unsal (2012) zien hoe zowel de besmettingskanalen via de handel als die via de financiële markten eraan hebben bijgedragen dat de crisis in de ontwikkelde landen ook de opkomende economieën heeft geraakt.

Een opmerkelijk besmettingskanaal blijkt een rol te hebben gespeeld bij de nationalisatie van SNS Reaal op 1 februari 2013. In de uitzending van Buitenhof op zondag 3 februari 2013 beschreef Minister van Financiën Dijsselbloem hoe een faillissement van SNS de Nederlandse banken, vanwege het depositogarantiestelsel, 5 miljard euro zou hebben gekost. Betaling daarvan zou, volgens de Nederlandsche Bank (DNB), voor de banken een onmogelijke opgave zijn geweest. Om die reden zijn zij bij de nationalisatie van SNS Reaal 'slechts' voor 1 miljard euro aangeslagen. In dit geval vormde het depositogarantiestelsel dus een bron voor een besmetting die vermeden diende te worden.

3 Bankencrisis

Het voorgaande toont dat complexiteit en besmetting sleutelbegrippen zijn om de economische mechanismen te begrijpen die tot de banken- en schulden crisis hebben geleid. Het ligt voor de hand om voor zo'n analyse te rade te gaan bij de netwerktheorie. Gai e.a. (2011) laten met behulp van een netwerkmodel zien hoe besmetting via een complex netwerk van verstrengelde financiële instellingen in 2007/2008 heeft geleid tot het ineensinken van de interbancaire kredietverlening. Zij beschrijven hoe de toegenomen complexiteit en concentratie in het financiële netwerk heeft bijgedragen aan de instabiliteit van het systeem.

Complexiteit, externe effecten en macroprudentieel toezicht

Volgens Gai e.a. (2011) draagt de aanscherping van het macroprudentieel toezicht volgens de regels van Basel III bij aan een grotere stabiliteit van het financiële systeem. Deze regels houden strengere vereisten in voor het liquiditeitsrisico en extra beperkingen voor financiële instellingen die 'systeemrelevant' zijn. Daarbij kunnen de aan te houden kapitaalreserves afhankelijk worden gemaakt van het marktaandeel van de desbetreffende instellingen in de

interbancaire handel. Hiermee vermindert het besmettingsgevaar. Een systeemrelevante bank, of *systeembank*, is een bank waarvan een mogelijk faillissement een zodanig groot besmettingsgevaar in zich bergt dat het de rest van het financiële systeem en vervolgens de reële economie ernstige schade kan berokkenen. Volgens een lijst van de Financial Stability Board (FSB), de organisatie die de hervorming van het internationale banktoezicht coördineert, is ING Bank de enige Nederlands bank die aangemerkt wordt als een wereldwijde systeembank. Vanuit nationaal perspectief echter worden vier banken als systeemrelevant gekenschetst, namelijk ING Bank, RABO bank, ABN Amro en SNS Reaal.

Shin (2010) is echter sceptisch over de wijze waarop Basel III bijdraagt aan het macroprudentieel toezicht. Volgens hem hebben de aangescherpte vereisten van Basel III nog vooral een microprudentieel karakter. Ze hebben voornamelijk tot doel om de schokbestendigheid van individuele banken te verhogen, maar bieden nauwelijks een groter weerstandsvermogen voor het systeem als geheel.

Bij het macroprudentieel toezicht is het van belang goed zicht te hebben op de *externe effecten* die het weerstandsvermogen van het hele financiële systeem in gevaar brengen. Daarbij gaat het om op de eigen winst gerichte beslissingen van individuele financiële instellingen die geen rekening houden met de negatieve gevolgen voor het hele systeem en daarmee voor de maatschappij. Het is dus essentieel dat de toezichthouder weet welke negatieve externe effecten het winstbejag van de financiële instellingen heeft. Een onderwerp waarover in de afgelopen periode zeer veel wetenschappelijke literatuur is verschenen. Bekend is dat onzekerheid over de vraag of een individuele bank haar verplichtingen kan nakomen, kan leiden tot een gedwongen verkoop van activa van die bank. Via netwerkeffecten kan zo'n schok zich door het financiële systeem voortplanten en worden versterkt. Meer in het algemeen hebben de financiële innovaties die aan de kredietcrisis vooraf gingen, geleid tot een grote onderlinge verstrengeling in het financiële systeem. Daardoor ontstond onzekerheid over verborgen risico's (zie bijv. Caballero & Simsek, 2009). Bovendien werden veel financiële instellingen 'too interconnected to fail' – ofwel: systeemrelevant –, waarbij ze de risico's op de maatschappij konden afwentelen. De overheid kon niet anders dan zulke financiële instellingen, wanneer deze in moeilijkheden raakten, redden omdat de ellende zich anders via het mechanisme van besmetting door het hele systeem zou voortplanten. Het betekent dat de overheid als het ware in gijzeling werd genomen.

De dominostenen

In de praktijk heeft de kennis over de externe effecten nog niet echt weerklank gevonden in het toezicht. In die zin is de scepsis van Shin (2010) terecht. Het financiële systeem is te beschouwen als een stel dominostenen. Het microprudentieel toezicht wil de kans verkleinen dat deze individuele stenen omvallen. Het macroprudentieel toezicht daarentegen moet ervoor zorgen dat een steen die omvalt, niet ook alle andere stenen met zich meeneemt. Vandaar het pleidooi voor een strikte scheiding tussen de op de individuele

klant gerichte activiteiten van banken en het zakenbankieren. Dus tussen de nutsbanken en de zakenbanken.

Daarnaast is er het idee om de banken de verplichting op te leggen een zogeheten 'living will' op te stellen: een soort draaiboek van de financiële onderneming zelf voor het geval zij in zwaar weer zou komen of zou omvallen. Deze draaiboeken bevatten allerlei scenario's om te overleven of om de zaken af te wikkelen, bijvoorbeeld door bepaalde activiteiten af te stoten (zie de vragen van de Eerste Kamerfractie van de VVD op 27 maart 2012 naar aanleiding van de Wijziging van de Wet op het financieel toezicht). Door zo'n 'living will' kan het onderdeel van de bank dat uit het oogpunt van het publiek belang relevant is, blijven functioneren. Wel zijn er nog heel wat haken en ogen om tot een juridisch dichtgetimmerde regeling voor de 'living will' te komen. Met name voor internationaal opererende systeembanken bestaat nog geen goed doordachte regelgeving voor de manier waarop verschillende landen dienen bij te dragen aan het in stand houden van de voor het financiële stelsel onmisbare onderdelen van deze banken (zie Avgouleas e.a., 2013). Daarbij zullen de banken zelf, vanuit hun informatievoorsprong, zoveel mogelijk proberen een 'living will' op te stellen die hun eigen belang dient. Dan is het nodig dat de toezichthouder, die een informatieachterstand heeft, ervoor zorgt dat deze 'living will' van de banken zelf wordt omgebogen tot een afwikkelingsprocedure die het publiek belang dient. Om dit te kunnen realiseren is nog heel wat kennis en inzicht nodig.

Een andere maatregel om de externe effecten te internaliseren is een belasting te heffen die is gekoppeld aan de relatieve bijdrage die de financiële instelling aan het systeemrisico levert. Deze belasting is een vorm van regulerende heffing, en heeft in die zin een ander karakter dan de bankenbelasting die het kabinet het Nederlandse bankwezen onlangs heeft opgelegd. Overigens zijn de activiteiten van de systeembanken tegenwoordig zodanig grensoverschrijdend dat zowel het microprudentieel als het macroprudentieel toezicht veel internationale coördinatie vraagt. Dit is de aanleiding om binnen het eurogebied te komen tot een *bankenunie* die het toezicht coördineert.

4 Moraliteit

Zowel de overheid als de toezichthouder (DNB) bemoeit zich meer dan voorheen met de cultuur in het bestuur van de financiële instellingen. Hiertoe heeft DNB zelfs een 'expertisecentrum cultuur' in het leven geroepen, waarin psychologen en organisatiesociologen zijn toegevoegd aan de staf van de Bank. De medewerkers van dit expertisecentrum verrichten onderzoek naar de manier waarop de leiding van de financiële instellingen tot haar besluiten komt. Daarbij gaat het vooral om de informele processen rond zo'n besluit: welke overwegingen en belangen zijn doorslaggevend, wie brengt die

overwegingen naar voren en hoe is de besluitvorming op basis van die overwegingen georganiseerd?

Het is echter de vraag of kennis van de psychologie achter de besluitvorming daadwerkelijk kan bijdragen aan een beter toezicht op de financiële instellingen. Het gaat immers om de vraag welke cultuuromslag nodig is om een *systeemcrisis* te vermijden. De cultuuromslag moet ertoe leiden dat de bestuurders van de financiële instellingen rekening houden met het publiek belang. Om een dergelijke cultuuromslag te bereiken is vooral goede economische kennis nodig, gebaseerd op de welvaartstheorie. Daarbij geldt het klassieke economische beginsel dat zakelijke afwegingen op basis van rationeel gedrag worden gemaakt.

De toezichthouder en de financiële instellingen beschikken over verschillende informatie. De financiële instellingen hebben meer informatie over de manier waarop hun financiële producten passen in hun eigen risicomanagement en winststrategie, terwijl de toezichthouder meer zicht behoort te hebben op de manier waarop die financiële producten de complexiteit van het systeem beïnvloeden en zodoende bijdragen aan het systeemrisico. Zo'n spel tussen spelers met verschillende informatie, waarbij de ene speler – in dit geval de toezichthouder – poogt de andere speler – in dit geval de gezamenlijke financiële instellingen – tot de orde te brengen, wordt beschreven door de theorie van de opdrachtgever/opdrachtnemer ('agency theorie'). Hierbij is de toezichthouder de opdrachtgever, of principaal, en zijn de financiële instellingen de opdrachtnemer, of agent.

Stel intrinsieke motivatie voorop

De kunst voor DNB als toezichthouder is om de externe effecten te internaliseren tegen zo laag mogelijke kosten en op deze wijze het marktfalen te repareren. Hier komt het verschil in informatie tussen toezichthouder en financiële instellingen om de hoek kijken. In de traditionele opdrachtgever/opdrachtnemerbenadering van het toezicht stelt de toezichthouder autonoom de regels vast waaraan de financiële instellingen zich moeten houden. Of de financiële instellingen het met die regels eens zijn, doet er niet toe. Zulke opgelegde regels betekenen dat de financiële instellingen alleen extrinsiek gemotiveerd zijn om zich eraan te houden. Het is als stoplichten in het verkeer: ook wanneer er geen ander verkeer is, moet men stoppen voor rood licht. Extrinsieke motivatie bij regelgeving brengt flink wat kosten met zich mee. De toezichthouder als opdrachtgever moet goed in de gaten houden dat de financiële instellingen zich aan de regels houden en de financiële instellingen moeten daarover uitgebreid rapporteren. Veel minder kostbaar is het wanneer de financiële instellingen intrinsiek, dus vanuit hun eigen voorkeuren of eigenbelang, gemotiveerd zijn om zich aan de regels te houden. Dat is waarom in het verkeer vele stoplichten door rotondes zijn vervangen: automobilisten zijn nu zelf veel meer verantwoordelijk voor de manier waarop ze, binnen de geldende voorrangsregels, elkaar kruisen en de doorstroming van het verkeer bevorderen.

Bénabou en Tirole (2003, 2006, 2010) beschrijven aan de hand van verschillende spelsituaties hoe toezichthouders de financiële instellingen intrinsiek kunnen motiveren om in hun beslissingen rekening te houden met externe effecten. Deze lessen zijn uiterst leerzaam voor het bewerkstelligen van een cultuuromslag. Intrinsieke motivatie vanuit het gedachtegoed van de rationele keuzetheorie vormt een belangrijke verklaring voor maatschappelijk verantwoord ondernemersgedrag. In dit geval worden de bestuurders dus aangesproken op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid om niet over de rug van de maatschappij (buitensporige) winsten te maken. Voor effectief toezicht dienen de financiële instellingen helderheid te verschaffen over de aard van de financiële producten en innovaties, en over de mate waarop deze tot interbancaire transacties en verstrengeling van het financiële systeem leiden. De toezichthouder dient de financiële instellingen te vertellen welke externe effecten deze producten kunnen veroorzaken en welk besmettingsgevaar daardoor kan ontstaan. Het zou kostenbesparend zijn en tot de intrinsieke motivatie van de financiële instellingen bijdragen wanneer deze zelf al zouden beseffen welke systeemeffecten de door hen verzonden financiële noviteiten kunnen veroorzaken.

Bevorder maatschappelijk verantwoord bankgedrag

Bedacht moet worden dat het spel tussen toezichthouder en financiële instellingen een herhaald spel is. Zo kan een straf of beloning op de korte termijn het gewenste effect hebben, maar op de lange termijn leiden tot een extrinsieke motivatie waarbij hoge kosten worden gemaakt om de straf te ontlopen of om de beloning in de wacht te slepen. Beter is het wanneer de toezichthouder ervoor zorgt dat de financiële instellingen intrinsiek gemotiveerd zijn om maatschappelijk verantwoord gedrag te vertonen. Het bespaart kosten wanneer de toezichthouder toont dat hij de financiële instellingen in hun maatschappelijke verantwoordelijkheidzin vertrouwt. Wellicht kunnen de psychologen en sociologen bij DNB informatie helpen verzamelen over de mate waarin de financiële instellingen daadwerkelijke geneigd zijn hun maatschappelijke verantwoordelijkheid te nemen. Het getoonde vertrouwen mag namelijk geen blind vertrouwen zijn.

Bénabou en Tirole (2003, 2006, 2010) geven een aantal argumenten waarom ondernemers geneigd zijn tot maatschappelijk verantwoord gedrag, waarbij zij uit zichzelf de externe effecten internaliseren:

- In de eerste plaats kan de intrinsieke motivatie voortvloeien uit de wens van de ondernemer zelf om het publiek belang te dienen. In dit geval levert de voldoening die aan een dergelijke houding wordt ontleend, compensatie voor het eventuele kleinere geldelijk gewin.
- In de tweede plaats kan het idee dat maatschappelijk verantwoord gedrag zich op de lange termijn terug betaalt, een reden zijn om de externe effecten te internaliseren. Denk bijvoorbeeld aan de leiding van een financiële instelling die beseft dat risicovol

gedrag dat tot een systeemcrisis leidt, uiteindelijk ook terugslaat op de eigen financiële instelling.

- In de derde plaats kan maatschappelijk verantwoord gedrag worden afgedwongen door de wens van klanten, investeerders of personeel van de financiële instelling, of meer in algemene zin, door gebleken maatschappelijke voorkeuren.

In al deze gevallen is het essentieel dat het maatschappelijk verantwoord gedrag van de onderneming zichtbaar is. Wanneer de buitenwacht geen weet heeft van het goede gedrag van de financiële instelling, levert dit geen motivatie op. De kennis dat een onderneming maatschappelijk verantwoord gedrag vertoont, vertegenwoordigt een reputatiewaarde, zowel voor de onderneming zelf als voor de leiding van die onderneming. Het is dus zaak dat informatie over dit gedrag op goede wijze naar buiten wordt gebracht, bijvoorbeeld door certificering of aanprijzing door onafhankelijke waarnemers.

De reputatiewaarde van maatschappelijk verantwoord gedrag kent een U-vormig verloop. In een situatie waarin weinig ondernemingen manifest goed gedrag vertonen, is de reputatiewaarde hoog, omdat de onderneming zich met dit uitzonderingsgedrag in de kijker plaatst. Een voorbeeld in de Nederlandse financiële wereld is de Triodos Bank, die haar beleid richt op duurzaamheid. In een situatie waarin veel ondernemingen zich maatschappelijk verantwoord gedragen, daalt de reputatiewaarde. En in het geval dat bijna alle ondernemingen goed gedrag vertonen, levert het veel reputatieschade op wanneer bekend wordt dat een onderneming zich niet goed gedraagt. In dat geval is de reputatie van goed gedrag weer wel veel waard.

Om besmetting en een volgende bankencrisis te voorkomen is het nodig te weten wat er achter de deuren van de bestuurskamers van de banken en andere financiële instellingen gebeurt. Volgens de in het voorgaande besproken lessen uit de moderne welvaartstheorie zijn de kosten van regulering het laagst wanneer het bestuur van de financiële instellingen intrinsiek gemotiveerd is om maatschappelijk verantwoord gedrag te vertonen. Lering dient te worden getrokken uit het feit dat het geen pas geeft het risico van de bedrijfsvoering van de banken bij de overheid en belastingbetaler te leggen. Banken dienen in hun strategisch gedrag rekening te houden met hun publieke taak. Dit publiek belang is gediend met het internaliseren van de externe effecten die het op expansie en de eigen winst gerichte gedrag van de banken met zich meebrengen. Daarbij fungeert de toezichthouder als waakzame beoordelaar.

5 De eurocrisis

Het besmettingsgevaar speelt ook een belangrijke rol in de eurocrisis en in de discussie over de manier waarop deze crisis het best kan worden opgelost. Het gevaar komt hier van het

feit dat veel van de in euro's luidende staatsleningen van de zwakke eurolanden rond de Middellandse zee (de Med-landen) in handen zijn van andere eurolanden. Wanneer één van deze eurolanden – de discussie gaat met name over Griekenland – de leningen moet afschrijven, brengt dit ook de andere landen in moeilijkheden. Deze economische kwestie heeft zich in het politieke debat verengt tot één waarbij eurofielen en eurofoben lijnrecht tegenover elkaar staan. De eurofoben bepleiten de terugkeer naar een Europa met nationale munten, zonder dat zij besef hebben van de enorme kosten die het uiteenvallen van het eurogebied, en daarmee van de Europese Monetaire Unie (EMU), met zich mee zal brengen. De eurofielen betogen dat de grote weeffout bij de monetaire unie was dat deze niet is gekoppeld aan een politieke unie.

Politieke unie is niet nodig

Bij het pleidooi van de eurofielen wordt echter voorbijgegaan aan het feit dat, volgens de oorspronkelijke opzet en inrichting van de EMU, een politieke unie geen noodzakelijke voorwaarde is voor het succes van de euro als gemeenschappelijke munt. De EMU is juist een zorgvuldig afgewogen mengeling van het intergouvernementele en het federalistische gedachtegoed. De president van de Raad van Europa, Van Rompuy, weet meestal als een behendig koorddanser tussen deze beide opvattingen over de EMU te balanceren. Dat geldt zelfs voor zijn voorstellen aan de eurotop eind juni 2012 (Van Rompuy, 2012). Een zin als “The euro area is diverse and policy making at the national level is the most effective method for many decisions” lijkt bedoeld om de aanhangers van het intergouvernementele gedachtegoed gerust te stellen. Vervolgens is de zin “.. based on the joint exercise of sovereignty for common policies and solidarity ...” een prachtig voorbeeld van het balanceervermogen van Van Rompuy. Het is jammer dat deze combinatie van het intergouvernementele en federalistische gedachtegoed, waarop de EMU is gebaseerd, in het politieke debat op de achtergrond is geraakt.

De vormgeving van de economische beleidscoördinatie in de EMU is er juist op gericht niet te komen tot een ‘Verenigde Staten van Europa’ dat zich spiegelt aan de Verenigde Staten van Amerika. Invoering van één gemeenschappelijke munt betekent dat de afzonderlijke landen niet meer via de wisselkoers hun economie kunnen aanpassen. In die zin vraagt de vorming van een muntunie inderdaad enige beleidsconvergentie. Maar de taakverdeling tussen de verschillende beleidsterreinen is dat EMU-wijde symmetrische schokken worden opgevangen via het monetaire beleid en asymmetrische landspecifieke schokken – tot op zekere hoogte – via het begrotingsbeleid en via het arbeidsmarktbeleid. Coördinatie op Europees niveau is bij deze beide laatste vormen van asymmetrische schokopvang alleen nodig voor zover het nationale begrotings- en/of arbeidsmarktbeleid externe effecten voor de andere eurolanden met zich meebrengt. Zoals gezegd, is een politieke unie daarbij niet noodzakelijk.

Binnen de EMU worden het begrotingsbeleid en het arbeidsmarktbeleid, inclusief de inrichting van de sociale zekerheid, dus aan de afzonderlijke lidstaten overgelaten. Dit beleid

kan dan ook naar goeddunken van de lidstaten verschillen. Deze vorm van beleidscoördinatie vergt wel een zekere mate van discipline. Waar vroeger bij een negatieve landspecifieke schok een devaluatie uitkomst kon bieden om de economie te herstellen, dient herstel in de EMU te worden bewerkstelligd met een impliciete devaluatie via het arbeidsmarktbeleid. Aan deze discipline heeft het de Med-landen in de afgelopen periode ontbroken. Dit is een belangrijke reden waarom er nu sprake is van een eurocrisis. De Med-landen wisten als het ware mee te liften op de goedkope kredietmogelijkheid die de sterke euro en het (relatief) gedisciplineerde begrotingsbeleid van de Noordelijke lidstaten boden. Vanwege het besmettingsgevaar waren deze Noordelijke landen genoodzaakt te hulp te schieten, zodat de oorspronkelijke 'no bailout'-clausule in het EMU-verdrag onhoudbaar bleek. Deze sanctie op een tekortschietende begrotingsdiscipline bleek ongeloofwaardig. Hierdoor was er sprake van een soort gijzelaarsspel, waarbij de Med-landen de Noordelijke landen tot solidariteit dwongen. Het spreekt voor zich dat deze dwang kwaad bloed zette bij de bevolking van de Noordelijke landen en tot een anti-Europastemming leidde.

Verplichte uittreding

Het is duidelijk dat er alleen onder bepaalde voorwaarden sprake kan zijn van een zekere mate van solidariteit tussen de Noordelijke eurolanden en de Med-landen – en dus van een gezamenlijke Europese gedachte. Bijvoorbeeld wanneer de sancties bij een ongeoorloofde verslapping van de begrotingsdiscipline zodanig geloofwaardig zijn en voor de landen die de regels overtreden zodanig hoog zijn, dat het te allen tijde minder kostbaar zich aan de regels te houden dan deze te overtreden. Hierbij valt te denken aan een geloofwaardige verplichte uittreedregel, opdat landen met een gebrekkige begrotingsdiscipline niet langer via het gijzelaarsspel een bailout weten te bewerkstelligen.

In 2012 is zo'n sanctie van verplichte uittreding voor Griekenland uitgebreid onderwerp van discussie geweest. Het woord Grexit is aan het eind van dat jaar zelfs opgenomen in de Nederlandse woordenlijst van de 'Dikke van Dale'. In een uitgebreide studie voor de ChristenUnie komt Graafland (2012) tot de conclusie dat zo'n Grexit, met alle mitsen en maren, misschien wel de minst kostbare optie is om de euro overeind te houden. In deze studie noemt Graafland onder de mitsen wel expliciet het gevaar van besmetting dat een gedwongen uittreding van Griekenland met zich meebrengt: "Als een land uit de euro treedt, wordt deze optie ook voor andere landen denkbaar. De onzekerheid neemt dan toe en financiële markten zullen een extra risicopremie eisen op het schuld papier van andere zwakke eurolanden" (Graafland, 2012, blz. 59). De kosten van een verplichte uittreding zijn gerelateerd aan de waarschijnlijkheid dat het faillissement van een land dat moet uittreden, ook leidt tot een faillissement van andere eurolanden. Zhang e.a. (2011) berekenen deze waarschijnlijkheden op basis van een geavanceerde tijdreeksanalyse. Volgens deze berekening bedroeg, bij wijze van voorbeeld, de kans dat Portugal failliet zou gaan na een uittreden van Griekenland, in 2011 ongeveer 30 procent. Een gunstig moment voor een verplichte uittreding van Griekenland deed zich voor in januari 2012, toen de Griekse

staatsschuld echt onhoudbaar bleek en de rente die andere Med-landen op hun euro obligaties moesten betalen, daalde¹.

Uiteindelijk heeft de president van de ECB Draghi de optie van een uittreding van Griekenland onwaarschijnlijk gemaakt toen hij op 26 juli 2012 aankondigde dat de ECB al het nodige zal doen om de euro te behouden. De oplossing moet nu komen van een strakke disciplinerende van de Griekse economie, waarbij een deel van de staatsschuld zal worden kwijtgescholden op het moment dat de eerste voortekenen van echte verbetering zichtbaar zijn.

Toch is het in de toekomst nodig om een geloofwaardige stok achter de deur te hebben voor het bewaren van de begrotingsdiscipline en voor het op peil houden van het concurrentievermogen van de eurolanden. Een Grexit zou hebben bijgedragen aan de geloofwaardigheid van de tijdsconsistentie van het beleid in het eurogebied. Een Grexit zou ook de verwachte toekomstige crisiskosten omlaag hebben gebracht; een aspect dat niet is meegenomen in de berekeningen van de kosten van zo'n verplichte uittreding van Griekenland.

Het gijzelaarsspel

Aan de hand van een speltheoretisch model laten Fahrholz en Wójcik (2012) zien waarom een verplichte uittreedregel het beleid meer geloofwaardig maakt. Door zo'n regel wordt de mogelijkheid voor een gijzelstrategie ontnomen aan landen die hun eigen begrotingsdiscipline verzaken en meeliften op de economische kracht van andere eurolanden. Deze gijzelstrategie is gebaseerd op een zogenoemd 'brinkmanship game': het zwakke land neemt de gegijzelde sterke landen mee naar de rand van de afgrond ('brink') met de dreiging dat, wanneer het zwakke land niet wordt gered ('bail out'), zij gezamenlijk de diepte in storten. Deze dreiging is reëel vanwege de negatieve externe effecten die het besmettingsgevaar en een eventueel failliet van het zwakke land in zich bergen. De oplossing van dit herhaalde spel, die gijzelneming onmogelijk maakt, moet geloofwaardig zijn voor zowel de financiële markten als voor de politici die de bevolking in de verschillende eurolanden vertegenwoordigen.

Fahrholz en Wójcik (2012) geven aan onder welke voorwaarden een verplichte uittreedregel leidt tot een evenwichtige oplossing van dit gijzelaarsspel waarbij het risico van een crisis wordt vermeden. Van belang daarbij is de rol die in de oplossing is weggelegd voor de financiële markten. Indien het (verplicht) verlaten van de euro een optie vormt, zullen de financiële markten onmiddellijk het risico op zo'n uittreding meenemen in hun prijszettinggedrag en daarmee het landenrisico beter beprijzen in hun beoordeling van de euro-obligaties van de desbetreffende landen. Het betekent dat zo'n verplichte uittreding de kans op een daadwerkelijke uittreding eerder verkleint dan vergroot. Daarmee wordt ook de

¹ Zie <http://www.bnr.nl/nieuws/146008-1201/griekenland-het-beste-af-buiten-eurozone>

kans op een uiteenvallen van de eurozone kleiner. Zo'n verplichte uittredingsregel wordt daarom wel gezien als een 'nucleaire' optie. Daarnaast zijn er nog twee andere kanalen waardoor een verplichte uittreedregel de stabiliteit van de eurozone kan vergroten. Ten eerste verhoogt het de onderhandelingsmacht van de sterke landen ten opzichte van hun zwakke broeders met betrekking tot de begrotingsdiscipline. Ten tweede vermindert het de onzekerheden voor de financiële markten, wat gunstig is voor het politieke en economische herstelproces.

6 Besluit

De nationalisatie van SNS Reaal op 1 februari 2013 laat zien dat de bankencrisis nog niet is opgelost. Overigens zijn de problemen bij SNS Reaal al veel eerder ontstaan, namelijk bij de al te enthousiaste koop in 2006 van een groot vastgoedfonds. Het sloot indertijd naadloos aan op de wens om de financiële sector in Nederland op te stoten in de vaart der volkeren. In de directiekamers en borrel- en golfcircuits van de Nederlandse 'haut finance' heerste de overtuiging dat Nederlandse banken internationale spelers moesten worden en zich moesten kunnen meten met de financiële dienstverleners in New York en Londen. Zulke grootheidswaan was eerder de reden dat ABN Amro genationaliseerd moest worden en dat ING bank (en ook SNS Reaal) door overheidssteun overeind moesten worden gehouden. Te verwachten valt dat de afwaardering van vastgoed – gezien de enorme leegstand van kantoren in ons land – nog voor meer problemen bij het Nederlandse bankwezen kan zorgen. Dit is misschien wel een zwaardere molensteen om de nek van de Nederlandse banken dan het risico dat zij lopen op de hypotheekschuld van de huizenbezitters. Voor de toekomst van het Nederlandse bankwezen is het belangrijk dat het zich op de eigen kracht richt en op de ondersteuning van de nijverheid en handel waarin Nederland van oudsher uitblinkt (Den Butter, 2013). Daarmee wordt het publiek belang beter gediend dan met het streven een grote speler te zijn.

Ook de eurocrisis is nog niet voorbij. De problemen rond Griekenland en de andere lidstaten die een grote staatschuld en een zwakke economie hebben, lijken wat naar achteren geschoven nu in het begin van 2013 de onderhandelingen over de meerjarenbegroting van de EU alle aandacht hebben gekregen. Maar het probleem met de zwakke eurolanden komt terug. Het wordt namelijk weer manifest wanneer besloten moet worden om, ten koste van de Europese belastingbetalers, een groot deel van de Griekse schuld kwijt te schelden. Pas dan zal blijken hoe goed euroland bestand is tegen het besmettingsgevaar dat zo'n kwijtschelding met zich meebrengt. Om de stabiliteit van de EMU op de lange termijn te borgen is het nodig de begrotingsdiscipline op de een of andere manier zodanig afdwingbaar te maken dat deze ook voor de financiële markten geloofwaardig is. De uitslag van de Italiaanse verkiezingen die net voor het afsluiten van dit artikel bekend werd, toont waartoe het niet voldoende afdwingbaar zijn van begrotingsdiscipline kan leiden.

Literatuur

Avgouleas, E., C. Goodhart & D. Schoenmaker (2013), 'Bank resolution plan as a catalyst for global financial reform', *Journal of Financial Stability*, 8, te verschijnen.

Bénabou, R. & J. Tirole (2003), 'Intrinsic and extrinsic motivation', *Review of Economic Studies*, 70: 489-520.

Bénabou, R. & J. Tirole (2006), 'Incentives and prosocial behaviour', *American Economic Review*, 96: 1652-1678.

Bénabou, R. & J. Tirole (2010), 'Individual and corporate social responsibility', *Economica*, 77: 1-19.

Butter, F.A.G. den (2011), *De Grote Besmetting; de Macro-economie van de Krediet- en Schuldencrisis*, SMO 2010 5/6, Den Haag: SMO.

Butter, F.A.G. den (2013), 'Vervang HFC door echt kennisinstituut voor financiële sector', *Me Judice*, 7 februari 2013.

Caballero, R.J. & A. Simsek (2009), 'Fire sales in a model of complexity', *NBER Working Paper* no. 15479.

Fahrholz, Ch. & C. Wójci (2012), 'The eurozone needs exit rules', *CESifo Working Paper* no. 3845.

Forbes, K. (2012), 'The "big C", Identifying contagion', *NBER Working Paper* no. 18465.

Gai, P., A. Haldanay & S. Kapadiaz (2011), 'Complexity, concentration and contagion', *Journal of Monetary Economics*, 58: 453-470.

Goodhart, C. (2011), 'Global macroeconomic and financial supervision: where next?', *NBER Working Paper* no. 17682.

Graafland, J.J., met medewerking van E. de Jong, N. Vogelaar & T. Palm (2012), *De Euro Gewogen; Onderzoek naar de Toekomst van de Euro*, Wetenschappelijk Instituut van de ChristenUnie.

Ozkan, F.G. & D.F. Unsal (2012), 'Global financial crisis, financial contagion and emerging markets', *IMF Working Paper* WP/12/293.

Rompuy, H. van (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, European Council of the President, EUCO 120/12, 26th June 2012.

Shin, H.S. (2010), *Macroprudential Policies beyond Basel III*, Policy memo, Princeton University, 22 November 2010.

Zhang, X., B. Schwaab & A. Lucas, 2011, 'Conditional probabilities and contagion measures for euro area sovereign default risk', *Tinbergen Institute Discussion Paper* TI11-176/2/DSF29.